

資本コストと収益性の格差の分析

—— 日米製造業の比較 ——

辻 正 雄

1. はじめに

投資と収益性との間には密接な関係が想定される。厳しい競争状況の下において長期的に継続して収益をあげて行くためには、機械設備や研究開発などへの積極的な投資が不可欠である。投資には資金が必要であり、資金を調達するには当然のことにコストがかかる。また、調達可能な資金には限界があり、ある投資案を採択すれば、他の投資案はあきらめねばならない、といった状況が存在する。もちろん、投資によって得られる利益が資本コストをカバーできなければ、その投資案を採用する意味はないし、そのような基準を満たす投資案のなかで最も有利なもののみが選択されねばならない。このように考えてくると、資本コストは投資行動に対して最も大きな影響を及ぼす要因の一つであることに異論はなく、その投資行動は企業のパフォーマンスを左右するのであるならば、資本コストは、企業の収益性にかなりな影響を与えていると考えることができる。

半導体産業における日本企業との競争に関連して、テキサス・インスツルメント社の CEO であるジェリー・ジャンキンスは、次のようにいう。「この業界で生き残り、リーダーであるためには、プロセス関連の研究開発投資を最低

でも毎年100から200百万ドルは行わなければならない。わが社の調査によれば、アメリカ半導体産業の資本コストは、日本に比べて大体75%高い。これは、投資する力と意思によって成功するか否かがほぼ決まってしまう業界では、致命的な弱点といわざるを得ない」⁽¹⁾。

資本コストと収益性との間にこのような密接な関係があるとすれば、資本コストの高低が、部分的ではあれ、収益性の高低を説明し得るかもしれない。そして、日米間における資本コストに隔たりがあるとすれば、その隔たりが日米間に存在する収益性の格差を説明し得る可能性はある。すなわち、米国では資本コストが高いため、その水準を上回る収益をもたらす投資行動をとらざるを得ないため、ROI や ROE といった財務指標もそれに相応する高さを維持するように経営努力がなされる。それに対して、日本における資本コストは低いので、もたらされる収益性の高さをあまり考慮しないで積極的な投資を行うことができる。その結果、日本は国際競争力を高めることに成功したが、低い収益性に甘んじなければならなかった、という推論である⁽²⁾。本論文の目的は、こうした推論がどれほど妥当するかについて、日米製造業における連結決算の財務データを使って検証することにある。

2. 研究方法

本論文における推論の妥当性を検討するためにまず第1に行わねばならないことは、日米間において資本コストの格差が存在しているか否かを検証する作業である。この問題に対してこれまでいくつかの研究がなされてきたが、結論は必ずしも一致をみていない。「格差は存在しない」とするものから、「日本はアメリカの約半分のコストである」とするものまでさまざまである⁽³⁾。

資本コストとは何か、それをどのように測定するか、といった問題自体議論の分かれるところであるが、ほとんどの研究は、加重平均資本コストあるいは資本のユーザーコストを計測している。加重平均資本コストは、負債コストと

自己資本コストを資本構成によって加重平均して計算されるコストである。資本のユーザーコストは、ある投資案が採択されるために減価償却費や法人税などを考慮した上で達成しなければならない必要最低限の収益率である。

Baldwin (1986) は、日本企業が高いレバレッジと結びついた支払利息の税効果により、アメリカ企業に比べて低い負債コストによる優位性を得ていることを指摘している。Friend and Tokutsu (1987) は、1962年～84年における平均実質負債コストについて、日本が1.9%に対しアメリカが2.7%である、と計測している。しかし、McCauley and Zimmer (1989) は、1980年代には日米間で負債コストに大きな差が見いだせないという結論を導いている。

Ando and Auerbach (1988) は、株式コストとしてEPRを計測し、1967年～1983年における税引き後EPRの平均が、日本の6.5%に対してアメリカの9.4%という結果を導いている。Malkiel (1992) は、配当利回りに基づいて株式コストを計測し、80年代にアメリカのコストが上昇したのに対して日本が低下したため、2%～3%ほど日本の方が低くなった、という結果を提示している。岩本 (1992) は法人税の違いや減耗率の違いを調整した計測を行い、1980年～1990年に日本における資本のユーザーコストはアメリカのそれと比較して約1%高い水準にあるが、調達資金の加重平均コストの比較ではアメリカが約5%高い水準にある、という結論を導いている。

以上の研究結果は必ずしも整合的なものではなく、相互に矛盾する結論を導いている部分もある。相対的にみると、日本の資本コストの方がアメリカのそれよりも低いことを示す研究の方が、その逆の結果を示す研究よりも多くなっている。しかしながら、これらの研究の多くに共通してみられる問題の一つは、加重平均コストを計測するとき、負債コストと株式コストおよび資本構成を対応付けて計測していないという点である。すなわち、負債コストと株式コストおよび資本構成をそれぞれ別個に計算した後に産業全体の加重平均資本コストを算定するという誤りを犯しているものがある。データの制約からする近似で

あると理解することもできるが、本来はそれぞれに対応付けながら計測されるべきである。さらに、資本コストは企業によって異なるものであり、収益性との関連性も個別の企業ごとに検討するべきことがらである。そこで、本論文ではこれまでの研究の欠陥を補正し、個別企業の加重平均資本コストを計測し、日米間における収益性の格差を資本コストの格差からどれほど説明し得るかにについて検証することにしよう。

3. 資本コストの定義と計測

本論文では日米製造業における個別の企業について財務諸表の会計データを用いて加重平均資本コストを計算する。日本については全国証券取引所に上場している製造企業の連結決算のデータを日経 NEEDS から、アメリカについてはニューヨーク証券取引所に上場している製造企業の本決算のデータを COMPUSTAT のデータベースから、それぞれ抽出した。日本においてアメリカにおけると同様の持分法が強制適用されたのは、1983年度の決算期からであるため、分析の対象期間は1983年度から1990年度の8年間に過ぎない。

加重平均資本コストは、まず負債コストと自己資本コストを計算し、資本構成に応じたウエイトをそれぞれに掛けて加えることにより加重平均として計測される。財務会計データに基づく資本コストの値は、資本コストの厳密な計測手段としていろいろな問題点を含んでいる。さらに、会計データには日米間の比較可能性を阻害する要因が存在することも認識されねばならない。しかし、収益性をはじめとする企業の業績評価が、第一義的に財務会計データに基づいて行われている事実を考えれば、会計データから資本コストを算定することの意義は決して小さくはないと考えることができる。

加重平均資本コストを構成する負債コストと自己資本コストは、以下の計算式で算定する。

第1表 日米製造業の加重平均資本コスト

日本製造業の平均値

変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
負債コスト(%)	16.31	10.41	12.3	8.91	7.37	7.23	6.85	9.77
自己資本コスト(%)	2.31	2.16	2.17	2.05	1.84	1.82	1.55	2.14
実効税率	0.45	0.51	0.49	0.49	0.51	0.51	0.5	0.49
負債コストのウエイト	0.51	0.49	0.47	0.48	0.47	0.46	0.44	0.44
自己資本コストのウエイト	0.49	0.51	0.53	0.53	0.53	0.54	0.56	0.56
加重平均コスト(%)	4.08	3.4	3.44	2.94	2.38	2.26	2.35	2.77

米国製造業の平均値

変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
負債コスト(%)	11.94	12.31	12.06	11.56	11.52	12.13	12.82	11.51
自己資本コスト(%)	4	4.09	4.25	5.11	4.81	9.55	16.11	7.74
実効税率	0.28	0.29	0.29	0.31	0.32	0.3	0.29	0.3
負債コストのウエイト	0.28	0.27	0.28	0.31	0.33	0.34	0.36	0.37
自己資本コストのウエイト	0.73	0.73	0.72	0.69	0.67	0.66	0.64	0.63
加重平均コスト(%)	5.26	5.29	5.28	5.51	5.24	6.26	6.39	6.6

負債コスト

$$= \frac{\text{支払利息割引料} \times (1 - \text{実効税率})}{\{\text{長期・短期の借入金} + \text{社債} + \text{受取手形割引残高} + \text{従業員預り金}\} \text{の平均値}} \quad (1)$$

$$\text{自己資本コスト} = \frac{\text{支払配当金}}{\text{自己資本の平均値}} \quad (2)$$

(1)式の負債コストは有利子負債金利に等しく、(2)式の自己資本コストは、株式のコストを配当金とする認識に基づいている。支払利息割引料は税務上損金(費用)とされるが、配当金は損金扱いされないため、この税効果を考慮して資本コストを計算しなければならない。(1)式では分子に対してこのことを反映させて、税引き後の負債コストを計算している⁽⁴⁾。

加重平均資本コストは、負債コストと自己資本コストにウエイトを掛けて合

計した値である。ここで計算に使用するウエイトは、以下のように求める。

$$\text{負債コストに掛かるウエイト} = \frac{\text{有利子負債}}{\text{有利子負債} + \text{自己資本}} \quad (3)$$

$$\text{自己資本コストに掛かるウエイト} = \frac{\text{自己資本}}{\text{有利子負債} + \text{自己資本}} \quad (4)$$

1983年度～1990年度にわたる日米製造業の資本コストおよびその要素の平均値は、第1表のとおりである。まず第1に加重平均資本コストからみると、すべての年度で日本はアメリカの水準をかなり下回っている。日本が低下傾向にあるのに対して、アメリカは上昇傾向をみせているため、その格差は広がる傾向にある。平均値の差が統計的に有意なものであるかについて検証するために、 t 検定を行った。1983年度の t 値が一番小さく、6.71の値であり、1989年度の t 値が最も大きく、14.25の値であった。すべての年度について1%の有意水準における t 値の2.62を超える大きさが観測され、差が無いとする帰無仮説は1%の有意水準で棄却された。

第2に、負債コストについては、83年度と85年度を除くと、日本がアメリカを下回っている。83年度はサンプル数が少ないため、日本の製造業全体の状況を表すものであるか疑問の余地があり、85年度は日米ほとんど同一水準であるとみるならば、アメリカの負債コストの方が相対的に高い水準にある、と結論づけることもできよう。また、アメリカが12%前後の水準で安定しているのに対して、日本は低下傾向を示している。

第3に、自己資本コストについては、分析対象の8年間を通じて日本がアメリカを下回っているばかりでなく、2%前後の水準で安定している。日本の自己資本コストの方が低いことは明かである。

第4に、有利子負債と自己資本の割合については、日米が対称的な動きを示している。日本は、有利子負債の割合が高く、自己資本の割合が低い。アメリカ

第2表 日米製造業の収益性指標

日本製造業の平均値

変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
使用総資本利益率	3.52	2.58	2.24	1.89	2.28	2.7	2.6	2.47
使用総資本営業利益率	8.12	6.99	5.74	4.5	5.29	6.13	5.75	5.53
企業利潤率	9.35	7.75	6.88	5.92	6.44	7.03	6.85	6.82

米国製造業の平均値

変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
使用総資本利益率	6.36	7.29	6.05	5.69	6.59	7.2	6.02	4.91
使用総資本営業利益率	10.96	12.51	5.74	10.6	11.11	11.82	10.91	9.9
企業利潤率	12.69	14.14	11.95	11.8	13.32	13.44	12.1	11.04

カはその逆に、自己資本の割合が高く、有利子負債の割合が低い。しかし、両国ともに高い方が低下傾向を示し、低い方が上昇傾向をとっているので、両国間の乖離は縮小の一途にある。

第5に、実効税率については日本が約20%ポイントほど高く、その隔たりは変わらぬままに推移している。日本企業の税負担はアメリカに比べてかなり重くなっている。

4. 収益性との関係

日米製造業における個々の企業は資本コストをどれほど上回る利益率をあげているのかを検証することにしよう。第2表は、日米製造業における主要な収益性指標の推移を示している。収益性の指標には数多くのものがあるが、本節の分析では、使用総資本利益率と企業利潤率の2つを取りあげることにする。前者は企業の総合的な収益性を示す指標であり、後者は当期利益に支払利息と法人税を加えたものを分子とし、総資産に受取手形割引高と同裏書譲渡高を加えたものを分母とするパーセント比率である。これは、企業活動から生まれる「果実」を金利と法人税を支払う前の段階で、資産規模に対してどのような比

第 3 表 日米製造の超過利益率

日本製造業の平均値

変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
超過利益率 1	0.28	-0.56	-1.03	-1.27	-0.04	0.57	0.49	-0.28
超過利益率 2	6.49	5.07	3.87	3.03	4.22	5.03	4.93	4.27

米国製造業の平均値

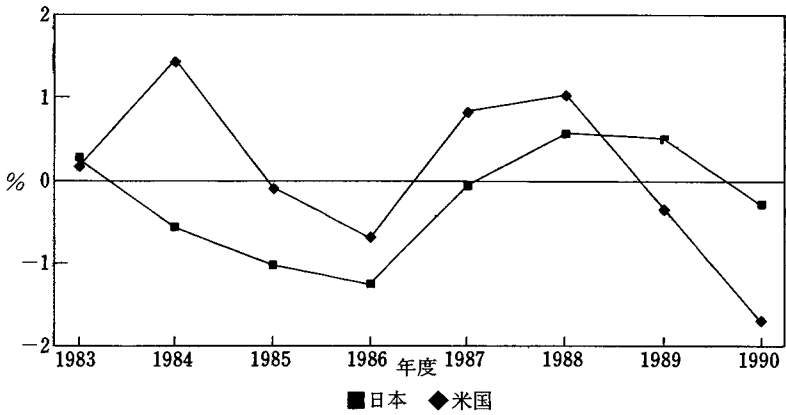
変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
超過利益率 1	0.15	-1.43	-0.08	-0.7	-0.81	1.01	-0.33	-1.72
超過利益率 2	6.99	8.85	6.59	5.85	7.67	7.64	6.03	4.1

率になっているかを示す指標である。いわば投資に対する企業活動の収益性を示すものであり、株主や債権者が注目する指標でもある。投資によって事業領域を拡大しようとする場合、それに見合う資金の調達が必要となる。この資金のコストを上回る果実が得られなければ、資金をその投資案に充当する意味はない。換言するならば、企業利潤率が資金のコストを上回るならば、企業の資金調達と投資の選択は、採算にのるものと判断される。このように考えるならば、資本コストと比較されるべき収益性指標は企業利潤率であるといえよう。

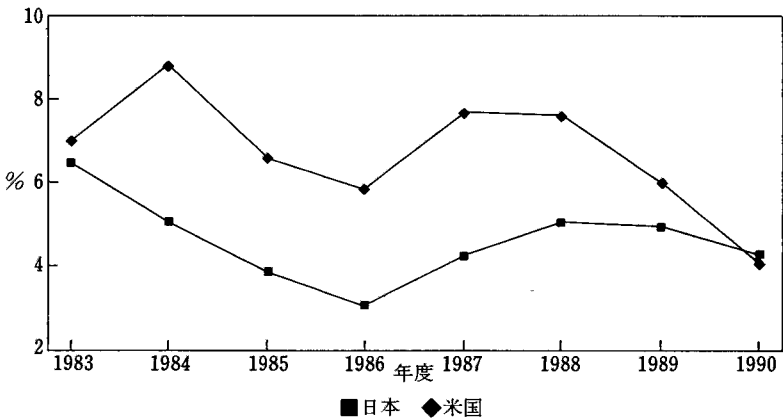
個別の企業について利益率と資本コストとの差を計算し、1983年度から1990年度までの製造業におけるその平均をまとめたものが、第3表と第1図および第2図である。ここで、「使用総資本利益率－資本コスト」を超過利益率1、「企業利潤率－資本コスト」を超過利益率2と呼ぶことにする。超過利益率1では、1983年度・1989年度・1990年度の3年間で日本がアメリカを上回り、その他の5年間でアメリカを下回っている。超過利益率2をみると、平成景気の山にあたる1990年度で日本が若干アメリカを凌いでいるが、それ以外のところではアメリカが優位に立っている。

超過利益率1および2について日米間に存在する平均値の差は、統計的に有意なものであるか否かを t 検定によって調べてみよう。超過利益率1について

第1図 超過利益率 1



第2図 超過利益率 2



は、1983年度・1986年度・1988年度において5%の水準で有意な差が無いとする帰無仮説を棄却することができない。したがって、超過利益率1については日本は、1989年度と1990年度でアメリカを上回り、1984年度・1985年度・1987年度・1988年度でアメリカを下回っている、ということができる。また、超過利益率2については、1983年度と1990年度において、5%の水準で有意な差が無いとする帰無仮説を棄却することができない。日本がアメリカの平均を超えた1990年度の差が有意なものでないとする、超過利益率2については、日本がアメリカより有意に優れた年度は無いと考えるべきであろう。

以上の結果から判断すると、日本の資本コストが低いということだけで、アメリカとの収益性格差を説明することには無理があるように思われる。しかしながら、企業利潤率による格差は、資本コストを考慮することによって小さくなっている点は注目されるべきであろう。また、1986年度以降、企業利潤率による日米格差は広がる傾向を示していたのに対して、資本コストを控除した差による日米格差は、第1図にみられるように、縮小傾向を表している点も見逃せない。

日本およびアメリカにおける利益率と資本コストと間の相関関係を調べるために、ピアソンの相関係数とスピアマンの順位相関係数が計算された。前述のように、本論文で扱う資本コストは会計的な資金コストであるから、利益率との間には負の相関係数がみられるものと考えられる。1983年度から1990年度の8年間における日本の製造業にはこの推測が妥当している。ピアソンとスピアマンの相関係数はすべて負の値をとっている。ただし、1988年度の値はゼロに近く、ピアソンの相関係数をゼロとする帰無仮説を10%の有意水準で棄却することができない。しかし、スピアマンの相関係数はこの限りではないので、結論を留保せざるを得ない。それに対して、アメリカの場合、1985年までと1986年度以降とで符号が逆転が起きている。すなわち、1985年度までは日本と同様に負の相関係数をとっていたが、1986年度からは正の値へと変化している。

ただし、1985年度までの企業利潤率と資本コストの間のピアソンの相関係数は、負の値であってもゼロに近く、10%の有意水準で相関係数をゼロとする帰無仮説を棄却できない。また、1987年度の値は正であってもゼロに近く、10%の有意水準で相関係数ゼロの帰無仮説を棄却できない。しかし、そのような状況はあるにしても、アメリカ製造業において1985-86年度を境に財務体質の面で変化が起こったことを否定することはできないであろう。すなわち、1985年度までは有意な関係がみられなかったが、1986年度以降では資本コストの高い企業が利益率が高くなるという関係が見いだされるような状況へと変化したことが指摘されるのではないだろうか。

資本コストを構成する負債コストおよび自己資本コストと企業利潤率との相関関係はどうであろうか。日本企業については、負債コストとは正の、自己資本コストとは負の相関係数をとっている場合がほとんどである。例外は1987年度と1988年度の自己資本コストとの相関係数であり、それぞれ0.08と0.05という小さいながらも正の値になっている。ただし、1988年度における0.05の値は相関係数ゼロの帰無仮説を10%の有意水準で棄却できない。また、負の値をとっていても、同様に帰無仮説を棄却できない年度は、1983-86年度および1990年度と5年ある。負債コストとの相関係数については、すべて正の値となっているが、1983-84年度および1989-90年度で相関係数ゼロの帰無仮説を10%の有意水準で棄却できない。

それに対してアメリカの場合、負債コストについても自己資本コストについても正の相関係数になっている。唯一の例外は、1983年度の負債コストとの相関係数であり、-0.05の値になっている。しかし、10%の有意水準で相関係数をゼロとする帰無仮説を棄却できない。また、同様のことが、1984年度の0.026というゼロに近い相関係数についても妥当している。したがって、1983年度と1984年度を除く1985年度以降において、負債コストとの相関係数は有意に正の値をとっているといえる。自己資本コストとの相関係数は、8年間にわ

たり有意に正の値になっている。

一般的に、資金コストが低下し、金利変動が収益に与える影響が小さければ、多少リスクが高くともハイリターンを見込める事業を手掛けやすくなる。しかし、このことは事前において妥当することがらであり、事後的に会計数値として測定されたときには必ずしもその期待通りにはならないことを、先の相関分析は示している。1986年度以降のアメリカにおいて、資本コストの低い企業の方が高い企業に比べて収益が低くなる傾向を示し、日本においても負債コストと企業利潤率との間には正の相関関係が観測されたのである。また、自己資本コストと企業利潤率との関係については、日本とアメリカでは逆の相関関係がみられた。高い収益率をあげながらも、配当を低く抑えがちな日本企業の配当政策が、この分析からもうかがえた。

5. 業種別の分析

以上の分析は製造業全体での日米間比較であった。しかし、業種によって収益性や資本コストには格差が存在する。しばしば指摘されているように、日本が国際競争力を誇っているといっても、それは機械・電機・自動車などのごく限られた業種についてである。前節における製造業全体に関する議論は、業種によっては妥当しないことが予想される。そこで本節では、日米の製造業を次の10業種に区分し、それらの業種ごとに収益率と資本コストの差に関する日米比較を試みることにしよう。製造業全体について計算された指標と同一のものが、1983年度から1990年度の8年にわたり10の業種について算定された。10の業種は、(1)食品、(2)繊維・パルプ・紙、(3)化学・医薬品、(4)石油・ゴム・窯業、(5)鉄・非鉄・金属、(6)機械、(7)電気機器、(8)輸送用機器、(9)精密機器、(10)その他製造、である。日本と米国における産業分類にはいくつかの相違がみられるものの、上記の分類は比較を妨げるほどのものではないように思われる。

第4表は企業利潤率について業種別に日米企業における平均値の推移を示し

たものである。10の業種のすべてにおいて84年度から90年度にわたり日本はアメリカよりもかなり低い水準にある。格差の大きい業種は、食品、繊維他、化学、輸送用機器、その他製造であり、格差の小さい業種は、鉄・非鉄・金属、機械、電気機器である。業種別にみても、アメリカとの収益性の格差は歴然としている。日本の競争力の方が上であるといわれている、機械、電気機器、輸送用機器などの業種においてさえ、その収益力はアメリカに及ばないのである。

第4表 日米製造業における業種別の企業利潤率

日本製造業の平均値

変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
食品	8.01	7.04	8.11	8.12	7.75	7.16	6.32	6.68
繊維他	9.22	7.95	6.84	6.09	6.15	6.52	6.13	5.73
化学	8.11	7.21	6.93	6.54	6.95	7.36	6.57	6.33
石油他	8.41	6.84	6.56	5.33	6.20	7.15	6.90	6.82
鉄・非鉄・金属	6.55	6.43	6.15	5.08	6.10	7.26	7.15	7.28
機械	7.58	7.65	6.66	5.22	5.87	6.85	7.14	7.40
電気機器	10.98	9.88	7.16	6.01	6.51	7.24	7.17	7.21
輸送用機器	9.11	7.10	6.29	5.24	6.03	6.09	6.20	6.42
精密	8.40	8.25	7.15	4.93	5.70	6.51	7.15	6.76
その他製造	11.03	7.55	7.45	6.93	7.43	7.48	7.94	7.19

米国製造業の平均値

変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
食品	17.15	16.26	15.65	15.60	16.37	15.28	13.44	14.37
繊維他	11.92	13.05	11.03	12.65	15.14	14.54	12.41	9.59
化学	14.74	15.35	13.07	14.99	16.23	17.33	14.89	14.81
石油他	12.11	11.52	11.47	11.14	12.67	12.07	12.44	11.79
鉄・非鉄・金属	7.90	11.74	9.32	8.66	11.22	13.97	11.60	10.52
機械	7.96	11.84	8.39	8.56	12.20	10.71	10.45	9.80
電気機器	14.29	15.35	11.18	8.30	10.14	12.08	9.42	8.23
輸送用機器	13.61	15.95	15.00	12.39	11.84	11.36	10.45	9.70
精密	14.14	13.66	12.04	11.69	12.44	11.28	10.44	10.05
その他製造	19.71	20.32	17.03	18.27	16.95	14.99	15.22	10.74

第 5 表 日米製造業における業種別の資本コスト

日本製造業

変 数 \ 年 度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
食 品	3.15	2.91	2.89	2.50	2.37	2.29	2.30	2.60
織 維 他	5.16	4.13	3.85	3.17	2.91	2.56	2.80	3.47
化 学	4.57	3.67	3.26	2.79	2.27	2.15	2.24	2.45
石 油 他	5.05	4.27	4.20	2.90	2.51	2.45	2.90	3.21
鉄・非鉄・金属	5.51	4.69	4.44	3.56	2.68	2.48	2.44	3.14
機 械	3.47	2.82	3.45	3.27	2.35	2.27	2.27	2.80
電 気 機 器	3.28	2.66	2.87	2.54	2.06	1.94	2.08	2.38
輸 送 用 機 器	3.40	3.00	3.50	3.22	2.42	2.43	2.42	2.76
精 密 機 器	2.75	2.88	2.79	2.40	2.01	2.12	2.26	2.45
そ の 他 製 造	5.05	3.61	3.01	3.00	2.33	2.28	2.10	2.75

米国製造業

変 数 \ 年 度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
食 品	6.76	6.85	6.52	6.97	9.76	7.23	7.91	8.07
織 維 他	4.93	5.29	5.15	7.45	5.02	5.22	5.38	5.64
化 学	6.21	6.11	6.36	6.55	6.28	8.45	8.10	10.33
石 油 他	5.22	5.42	5.73	5.32	5.15	8.78	8.50	6.40
鉄・非鉄・金属	5.43	5.42	5.61	5.09	4.76	7.00	7.54	8.41
機 械	4.95	5.08	4.81	4.56	4.08	4.02	5.02	4.68
電 気 機 器	4.06	3.97	3.92	3.82	3.94	3.98	4.24	4.60
輸 送 用 機 器	5.63	5.29	5.11	5.14	5.23	5.80	5.81	5.44
精 密 機 器	4.56	4.60	4.28	4.48	4.14	6.79	4.65	4.54
そ の 他 製 造	5.23	5.26	5.39	6.54	5.51	5.58	5.67	6.03

第6表 日米製造業における業種別の超過利益率¹

日本製造業

変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
食品	0.17	-1.54	-0.39	-0.10	-1.01	-0.85	-0.25	-0.04
繊維他	-0.05	-1.75	-1.66	-1.21	-0.86	-0.25	-0.74	-1.70
化学	2.02	-1.30	-0.81	-0.57	-0.37	-1.21	-0.58	-0.28
石油他	-1.75	-2.42	-2.10	-1.12	-0.21	-0.17	-0.24	-0.94
鉄・非鉄・金属	-2.06	-3.13	-2.82	-2.67	-0.44	-0.48	-0.85	-0.51
機械	-1.26	-0.17	-1.14	-2.72	-0.62	-0.17	-0.73	-0.27
電気機器	0.91	2.13	-0.16	-0.80	-0.25	1.00	0.84	0.24
輸送用機器	0.53	-0.22	-1.38	-1.61	-0.35	-0.21	-0.05	-0.58
精密機器	0.29	0.39	-0.32	-1.07	-0.52	0.26	0.98	0.12
その他製造	0.40	-0.67	0.13	0.24	1.53	1.54	1.68	0.53

米国製造業

変数 \ 年度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
食品	1.80	1.29	1.78	0.03	-1.29	-1.35	-0.63	-0.35
繊維他	1.64	1.36	1.07	0.37	1.70	1.70	0.17	-2.17
化学	0.57	1.43	-0.24	-0.69	3.42	3.62	1.36	-1.48
石油他	-0.43	-1.04	-1.82	-1.74	0.35	-3.18	-2.25	-0.75
鉄・非鉄・金属	-3.55	-1.29	-3.47	-3.41	-0.58	0.30	-1.78	-3.86
機械	-0.78	-0.33	-2.11	-2.63	-0.02	-1.86	-0.62	-1.19
電気機器	1.80	4.94	1.29	-0.49	-0.18	1.89	-0.81	-2.62
輸送用機器	0.16	2.82	1.81	0.83	-0.14	-0.50	-1.32	-2.52
精密機器	2.54	2.10	1.40	1.87	1.53	-1.85	-0.42	0.01
その他製造	4.04	5.08	3.02	1.42	2.87	3.04	2.92	-1.11

第 7 表 日米製造業における業種別の超過利益率 2

日本製造業の平均値

変 数 \ 年 度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
食 品	5.37	3.13	4.79	5.30	5.84	5.38	4.47	4.53
織 維 他	5.71	3.62	3.03	2.98	3.20	3.89	3.24	2.53
化 学	8.26	3.92	4.15	4.15	5.05	5.95	4.87	4.01
石 油 他	4.54	2.45	2.63	3.05	4.13	4.85	4.25	3.78
鉄・非鉄・金属	2.40	1.65	1.70	1.44	3.67	4.99	5.52	4.13
機 械	3.51	5.40	3.55	1.00	3.10	4.27	5.26	5.20
電 気 機 器	8.11	9.36	5.30	3.45	4.53	5.61	5.48	4.77
輸 送 用 機 器	6.00	4.69	3.36	2.29	3.60	3.67	3.97	3.67
精 密 機 器	5.79	5.99	4.36	2.53	3.26	4.39	5.22	4.46
そ の 他 製 造	7.80	5.11	5.92	5.58	6.59	6.69	6.96	5.74

米国製造業の平均値

変 数 \ 年 度	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
食 品	11.24	10.32	10.92	8.74	7.30	9.20	7.40	7.83
織 維 他	9.07	9.21	8.17	8.09	10.14	8.91	7.04	3.46
化 学	7.92	9.28	7.08	6.66	11.94	12.10	8.49	5.21
石 油 他	6.46	5.98	5.63	5.08	7.26	3.45	5.03	6.05
鉄・非鉄・金属	1.86	5.22	2.37	2.01	5.50	6.94	4.28	1.54
機 械	1.72	5.83	2.97	2.55	5.72	7.14	4.79	3.78
電 気 機 器	8.55	12.37	6.68	4.13	5.06	7.06	4.11	2.12
輸 送 用 機 器	7.41	10.61	8.31	6.63	5.39	5.09	3.94	2.49
精 密 機 器	9.24	8.10	6.57	7.68	7.11	3.56	5.44	4.51
そ の 他 製 造	14.05	15.04	12.26	11.44	12.15	11.03	10.62	5.35

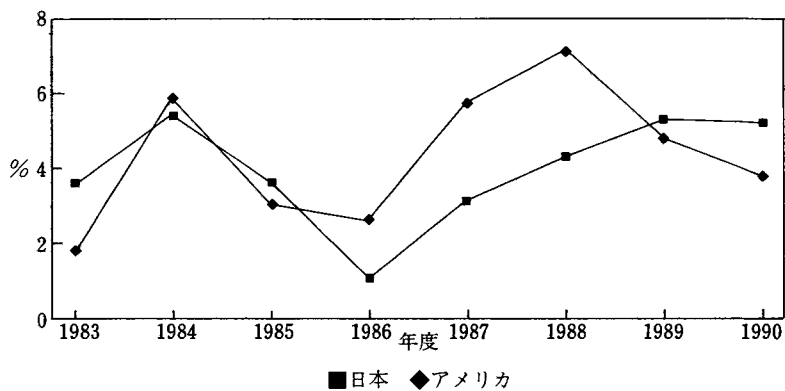
業種別にみた資本コストはどうであろうか。第5表は日米の資本コストについて業種別の平均値を示したものであり、第6表および第7表は、2つの超過利益率（「使用総資本利益率－資本コスト」を超過利益率1、「企業利潤率－資本コスト」を超過利益率2とする）の平均値を日米比較したものである。これらの表を検討することから、以下の諸点が指摘される。

第1に、資本コストについて日本がアメリカを上回ったのは、1983年度の繊維・パルプ・紙と鉄・非鉄・金属の業種においてのみであった。前者について日本の5.16%に対しアメリカの4.93%、後者について日本の5.51%に対しアメリカの5.43%である。両者とも差がきわめてわずかである上に、前述の理由から1983年度の対象企業から得られた統計量には偏りがある可能性が高いことを斟酌すると、業種別にみても、日本がアメリカよりも低い資本コストを享受している、ということができよう。

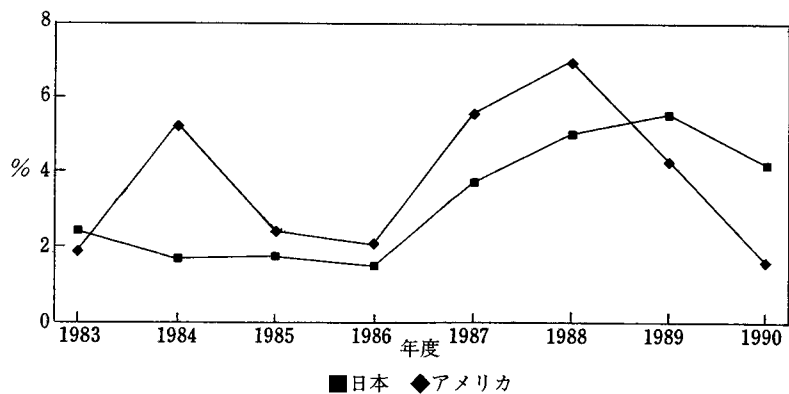
第2に、資本コストを企業利潤率が上回る超過利益率2についてみると、1983年度の化学・医薬品、鉄・非鉄・金属、機械の3業種、1985年度の機械、1988年度の石油・ゴム・窯業と精密機器、1989年度の鉄・非鉄・金属、機械、電気機器、輸送用機器の4業種、1990年度の鉄・非鉄・金属、機械、電気機器、輸送用機器、精密機器、その他製造の6業種、において、日本がアメリカを上回っている。機械が4回、鉄・非鉄・金属が3回、電気機器、輸送用機器そして精密機器が2回登場している。いずれもアメリカに比べて国際競争力があるといわれている業種である。第3図から第7図は、超過利益率2についてこれら5つの業種別に日米比較を示したものである。

前述の日米比較から明らかなように、1987年以降に日本の国際競争力がアメリカを凌いだことは収益性の指標に現れてはこなかった。むしろ、収益性が低下しているにもかかわらず、国際競争力の点では最も高い評価を得るに至った、という逆説的な状況が日本にみられたのである。しかし、日本企業の資本コストが一貫して低いことを考慮すると、資本コストが低いことから許容される低

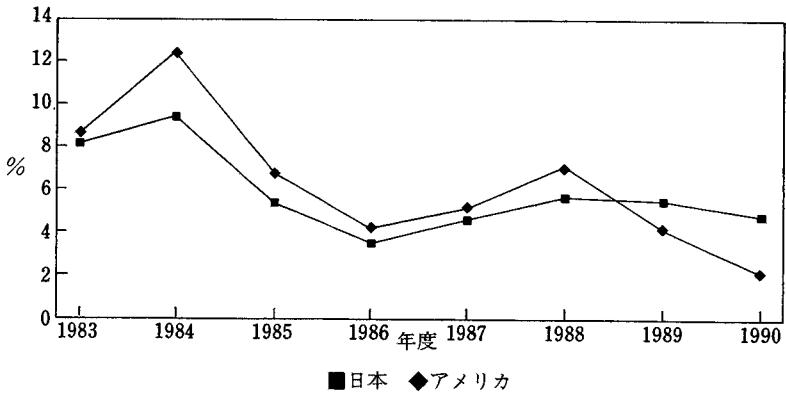
第 3 図 機械業における超過利益率 2



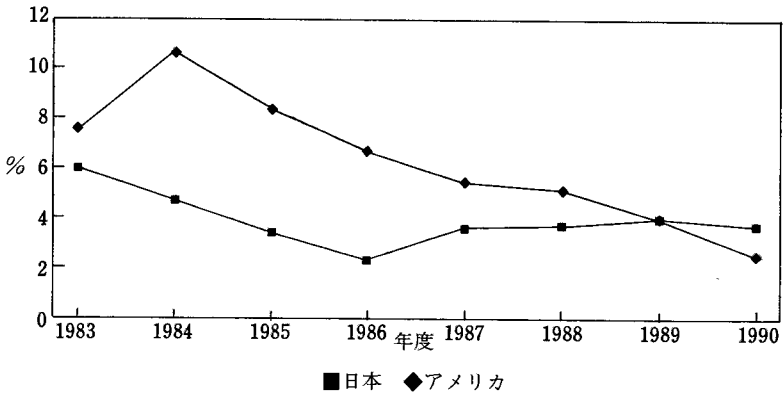
第 4 図 鉄・非鉄・金属業における超過利益率 2



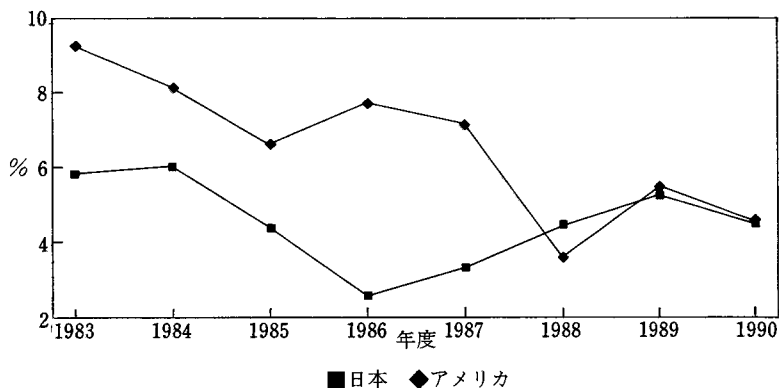
第5図 電気機器業における超過利益率2



第6図 輸送用機器業における超過利益率2



第 7 図 精密機器業における超過利益率 2



い収益性によって高い国際競争力を得ることができたのではないか、という推論にはかなりの説明力があるように思われる。資本コストと利益率との相関分析から明らかなように、日本企業について両者の間には負の相関関係が存在している。したがって、一般的に資本コストが低ければ利益率は高く、利益率が低ければ資本コストが高い、という関係になっている。これらの点を考慮すると、「収益力の裏づけのない高い競争力」⁽⁵⁾が日本企業の特質であるというよりも、「資本コストを超過する企業利潤率の高いという意味での収益力の裏づけのある製造業が高い国際競争力を得ている」と改める必要があるのではないだろうか。

6. ま と め

以上の分析から、日本の資本コストがアメリカに比べて低いことは、日米間の収益性格差のかなりの部分を説明していると結論づけることができよう。利益率と資本コストについて別々に得られた統計量から導かれてきたこれまでの

推論の妥当性が、両者を関連づけて行われた本論文の分析によって支持されたものと考えられる。

もちろん、資本コストのみから日米間の収益性の格差を説明することは不可能である。使用総資本営業利益率などの財務指標における収益性の比較分析から、格差の大きさが主に売上高利益率の差として説明され、その差のかかなりの部分が売上原価率の差に帰着されることは、既に明らかにされている⁽⁶⁾。日本の製造業が価格と品質に関して国際競争力をもち、工場内における生産性は世界のトップクラスにあるとすると、資本コストの隔たりから説明することのできない部分は、アメリカとは異なる日本の経済システムと企業の経営システムのなかにそれを解く鍵が隠されているように思われる。日本の産業構造は、重層的な分業構造を形成しており、1つの業種に数多くの企業が同質的な横並びの競争を展開している。さらに、製造業者と消費者との間には数段回にわたる卸売業者が介在している。こうした経済システムの下では、そうでない場合に比較して利益が広く、薄く産業全体に平準化されざるを得ないのではないだろうか。日本の経済システムの有効性は、個別の企業の収益性を向上させることよりも、数多くの雇用を創出し、生産工程ごとの適正規模を実現することで企業グループの技術力や製品開発力を高め、品質・納期の適正化やコストの削減などを図って国際競争力を高めることにある、とみるべきなのであろう。

注(1) Morone and Paulson (1991) より引用。

(2) 伊藤邦雄(1993)は、「収益力の裏づけのない高い競争力」という日本企業のパラドキシカルな特徴を資本コストという概念で統一的に説明できるかどうか検討を加えている。

(3) 資本コストの日米比較に関して、井手正介(1992)と伊藤邦雄・蜂谷豊彦(1993)を参照されたい。

(4) 負債と自己資本のコストとして、経常的に現金の流出を伴うものと考えているという意味では、資本コストというよりも「資金コスト」と呼んだ方が適切かもしれない。

(5) 伊藤邦雄(1993)より引用。

(6) 辻 正雄(1993)を参照されたい。

参考文献

- 青木茂男・松尾良秋著「米国企業の競争力を読む」中央経済社，1993年。
- 伊藤邦雄・蜂谷豊彦稿「資本コストの日米比較—企業の投資行動と競争力へのインパクト」通産研究レビュー，創刊号1993年5月
- 伊藤邦雄稿「資本コスト・収益性・投資行動の相互リンケージ——日米企業の分析——」一橋論叢第110巻第5号，1993年11月号)
- 井手正介稿「資本コストと国際競争」証券アナリストジャーナル，第30巻3号，1992年3月
- 岩本康志稿「法人税負担と資本コストの日米比較」証券アナリストジャーナル，第30巻3号，1992年3月
- 辻 正雄稿「日米製造業における収益性の比較分析」会計，第144巻第5号，1993年11月。
- 辻 正雄稿「日米製造業における業種別収益性の比較分析」産業経理，第53巻第4号，1994年1月。
- 水口弘一編「日本企業の競争力」東洋経済新報社，1992年。
- 三輪芳朗・西村清彦編「日本の流通」東京大学出版会，1991年。
- Ando, A and A. J. Auerbach, "The Cost of Capital in the United States and Japan: A Comparison," Journal of Financial Economics, vol. 2, 1988.
- Baldwin, C. Y., "The Capital Factor: Competing for Capital in a Global Environment," in Competition in Global Industries, M. E. Porter ed. Harvard Business School Press, 1986.
- Dertouzos, M. L., R. K. Lester, R. M. Solow and The MIT Commission on Industrial Productivity, Made in America: Regaining the Productive Edge, MIT Press, 1989.
- Friend, I. and I. Tokutsu, "The Cost of Capital to Corporations in Japan and the U. S. A.," Journal of Banking and Finance, vol. 11, 1987.
- Malkiel, B. G. 稿「資本コストの概念と国際比較」証券アナリストジャーナル，第30巻3号，1992年3月
- McCauley, R. N. and S. A. Zimmer, "Explaining International Differences in the Cost of Capital," Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, vol. 13, 1989.
- McCauley, R. N. and S. A. Zimmer 稿「資本コストの国際比較」証券アナリストジャーナル，第30巻3号，1992年3月
- Morone, J. and A. Paulson, "Cost of Capital: The Managerial Perspective," California Management Review, Summer 1991